

学校编码: 10384
学号: 17620071151730

分类号____密级____
UDC____

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

金融危机下不确定性、融资约束与企业投资
——基于中国制造业上市公司的实证研究

Uncertainty, Financing Constraints and Corporate
Investment under Financial Crisis: An Empirical Study on
Chinese Listed Manufacturing Companies

郭燕治

指导教师姓名: 屈文洲 教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2010 年 月 日

论文答辩时间: 2010 年 月 日

学位授予日期: 2010 年 月 日

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2010 年 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘要

关于企业投资行为的研究主要是围绕以下两个方面展开：一是融资约束与企业投资-现金流敏感性之间的关系；二是不确定性与企业投资之间的关系。但各自都没有达成一致的结论。于是，部分学者开始尝试将二者结合起来研究其对企业投资行为的影响。本文在前人研究的基础上，以融资约束和不确定性与企业投资行为之间的关系为视角，实证探讨金融危机下国家货币政策调整等经济刺激计划的实施对企业投资行为的影响。

本文以 2007 年 4 季度-2009 年 3 季度中国制造业上市公司为样本，选取公司规模、利息保障倍数作为融资约束的替代变量，以股票日收益率的波动性作不确定性的度量指标，并将不确定性拆分为市场不确定性和公司特有的不确定性，实证研究发现：(1)2008 年 4 季度国家货币政策由从紧转为适度宽松之后，为企业创造了较为宽松的融资环境，企业所受的外部融资约束有所减弱，表现在投资对内部现金流的依赖程度在货币政策调整之后显著降低了。但大规模企业对内部现金流的依赖下降幅度大于小规模企业，天量信贷下存在着一定程度的“大富小贫”现象。(2)不确定性与企业投资之间的关系，在国家经济刺激计划实施前后，发生了戏剧性的改变：实施之前，不确定性表现出抑制企业的投资；实施之后，不确定性表现出促进企业的投资。经济刺激计划的实施一定程度上提升了企业家对中国经济的信心，减缓了不确定性对企业投资的负向影响。(3)不确定性与企业投资之间的关系，在不同的融资约束组有所差异。在经济刺激计划实施前后，不确定性对企业投资的作用在高融资约束组都更为显著，表明融资约束一定程度上加重了不确定性对企业投资的影响。

关键词：金融危机；不确定性；融资约束；企业投资

Abstract

Studies on corporate investment are extended in two aspects, one is the relationship between financing constraints and investment-cash flow sensitivities; the other is the influence of uncertainty on corporate investment. But each approach has not yet arrived at a consistent conclusion. Thereupon, some scholars try to analysis corporate investment by combining the two. Based on the previous research, this essay empirically research the impact of the economic stimulus package on enterprise investment from the perspective of the relation between financing constraints, uncertainty and corporate investment.

The article is based of a sample of the manufacturing listed companies of Shanghai and Shenzhen Stock market from Oct.2007 to Sept 2009. Selecting size and interest rate safeguard multiplier as proxy indicator of financing constraints, and measuring uncertainty with the volatility of firm's daily stock returns, the empirical results show that: (1) China carried out easier monetary policy instead of tighter monetary policy in the fourth quarter of 2008, which fostered easy monetary conditions and relieved companies' financing constraints. It displayed mainly: the investment-cash flow sensitivities significantly decreased. But the declining extent of big size companies are larger than that of small companies. (2) With the implement of economic stimulus package, the relationship between uncertainty and corporate investment changed from negative to positive. It is likely that the economic stimulus package made the entrepreneur more confident about the future development of the company, so the negative impact of uncertainty is relieved. (3) The relationship between uncertainty and corporate investment is not the same under different financing constraints. It seems that uncertainty affects corporate investment more for companies with more financing constrains.

Keywords: Financial Crisis; Uncertainty; Financing Constrains; Investment

目 录

1	导论	1
1.1	研究背景及意义	1
1.2	概念范畴	4
1.3	研究思路与框架	5
1.4	研究创新与不足	7
2	文献综述	7
2.1	不确定性与企业投资	8
2.2	融资约束与企业投资	12
2.3	融资约束、不确定性与企业投资	16
2.4	金融危机与企业投资	18
2.5	研究述评及本文的研究角度	19
3	实证研究设计	21
3.1	研究假设	21
3.2	研究样本	22
3.3	变量的设计	24
3.4	模型的构建	29
4	实证结果与分析	32
4.1	描述性统计分析	32
4.2	回归结果分析	38
4.3	稳健性检验	44
5	结论与讨论	50
5.1	研究结论及建议	50
5.2	后续研究展望	52
	参考文献	53
	致 谢	58

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

1	Introduction.....	1
1.1	Research Background and Incentive	1
1.2	Core Conception	4
1.3	Research Ideas and Framework	5
1.4	Research Innovation and Limitation	7
2	Literature Review	7
2.1	Uncertainty and Corporate Investment	8
2.2	Financing Constrains and Corporate Investment	12
2.3	Uncertainty、Financing Constrains and Corporate Investment.....	16
2.4	Financial Crisis and Corporate Investment.....	18
2.5	Research Perspectives.....	19
3	Research Hypothesis and Desegning.....	21
3.1	Research Hypothesis	21
3.2	Samples Selecting	22
3.3	Variables Designing	24
3.4	Research Models.....	29
4	Empirical Results and Analysis	32
4.1	Descriptive Statistics Results and Analysis.....	32
4.2	Regression Results and Analysis.....	38
4.3	Robustness test.....	44
5	Conclusions and Discussions.....	50
5.1	Conclusions and Policy Suggestions	50
5.2	Directions of Further Research.....	52
	Reference.....	53
	Acknowledgements	58

厦门大学博士论文摘要库

1 导论

1.1 研究背景及意义

由 2007 年美国次级债引发的全球金融危机愈演愈烈，虚拟经济的衰退已蔓延至实体经济，对制造业的影响更是首当其冲，有学者戏称制造业的冬天已经来临。在金融危机的影响下，我国出口明显放缓，以出口加工为主的纺织品、家具、电子产品和玩具等生产和贸易企业受到极大的冲击，有色金属、石油化工和钢铁等矿产资源企业也深受影响。

金融危机下，企业所处的外部环境发生了巨大的变化，最直接的表现是外部市场需求大幅减弱，市场前景存在很大的不确定性。深圳证券交易所综合研究所 2009 年 6 月发布的《金融危机对中小企业板上市公司影响分析》^[1]报告中指出：对中小板上市公司管理层的调查数据显示，影响中小板公司的最主要因素是主要生产要素的价格波动如图 1-1 (56.59% 的公司将其作为第一因素的选择)，其次是市场需求萎缩和人民币值波动 (25.19% 的公司将市场需求萎缩作为第一因素的选择，25.97% 的公司将人民币值波动作为第二因素的选择)。

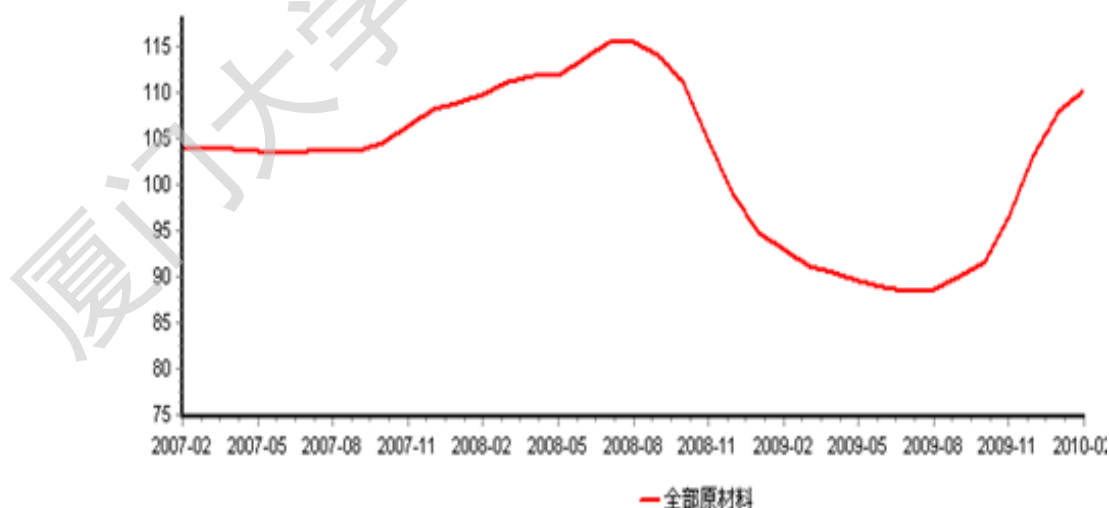


图 1-1 原材料燃料动力购进价格指数

资料来源：Wind 资讯

在生产成本不确定的同时，由图 1-2 可以看出，工业品出厂价格指数存在着

很大的波动性。出厂价格指数的波动从一个侧面反映出了企业的外部需求存在很大的不确定性。高度不确定的外部环境，使得企业管理层对于企业未来发展前景充满了疑惑。北京数字 100 市场咨询有限公司的调查^[2]显示：受调查的企业当中，规模在 500 人以下的企业有 52.1% 认为公司未来的发展不确定，9.7% 不看好公司未来的发展；规模在 500 人以上的企业有 47.3% 表示公司未来的发展不确定，10.5% 不看好公司未来的发展。受调查的员工中，普通员工认为公司未来的发展不确定的比例占 49.0%，管理层的比例更高，有 52.9% 认为公司未来的发展不确定。那么，不确定的外部环境是否会对企业的投资决策产生影响呢？不确定性是否会抑制企业投资呢？

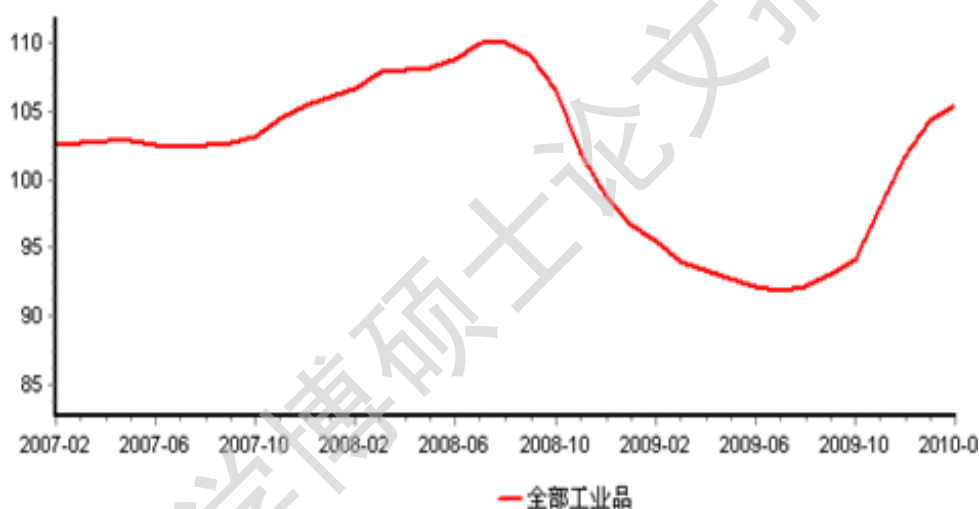


图 1-2 工业品出厂价格指数

资料来源：Wind 资讯

面对突如其来的金融危机，多国政府联合推出了一系列振兴经济措施，中国的举措备受世人关注。2008 年 11 月 5 日，温家宝总理在国务院常务会议上宣布，中国的财政政策由“稳健”转向“积极”，货币政策由“从紧”转向“适度宽松”，并在未来两年内实施总额 4 万亿元人民币的投资计划，其中新增中央投资 1.18 万亿元。那么，“一揽子计划”是否就像媒体所说的牵引中国经济巨轮破浪前进、企稳回升？“一揽子计划”是否提振了企业家的信心，从而减少外部环境不确定对其投资决策的影响呢？

此外，“一揽子计划”中“适度宽松”的货币政策的实施，各界褒贬不一。抛开不少经济学家所担忧的宽松的货币政策会埋下通胀的隐患不说，部分媒体指

出“天量信贷”下各企业受益不均，存在“大富小贫”等信贷歧视现象。田萍发表在中国金融网的《巨额信贷下的中小企业仍然陷入融资困局》^[3]一文指出在政策“春风”的利好下，国内新增贷款一直处于上升状态。据相关数据显示，2009年头3个月，全国信贷规模总量增加了4.8万亿，但是这其中中小企业贷款增加额度只占不到5%！这一数字令人堪忧。一方面银行信贷资金猛增，仅一季度就几乎用完全年信贷任务；另一方面亟需资金的中小企业却面临“无米下锅”尴尬困局。同样来自中国信息报的《天量信贷下-中小企业融资难资金紧》^[4]文章指中，国家和各级政府陆续投放的天量资金对改善大型国企资金状况确有积极成效，但许多中小企业正为“融资难”叫苦不迭。流动性持续宽裕中的“大富小贫”，使得一些大型国有企业可以一掷千金上演“惊天大戏”：中电集团与北京富力城为争拍1.51万元/平方米的“广渠门外10号地”战得不可开交；随后，中化方兴又以1.6万元/平方米的天价拍得“广渠路15号地”，跃升为新“地王”。与此同时，众多的中小企业却都在为资金紧、融资难所困扰。那么，适度宽松的货币政策是否为企业营造了宽松的融资环境？货币政策的实施是否存在媒体上所说的“大富小贫”现象？

本文试图通过实证研究金融危机下不确定性、融资约束与企业投资之间的相互关系，来揭开上述疑团。这将具有非常重要的理论意义和现实意义。

从理论角度看，以往对于企业投资问题的研究主要围绕不确定性与企业投资之间的关系，融资约束与企业投资-现金流敏感性两个方面来展开。但各自都没有达成一致的结论。由于不确定性度量指标、计算方法、研究样本的差异，研究结果表明，不确定性可能增加企业的投资，亦可能减少企业的投资。而融资约束与企业投资-现金流敏感性之间的关系同样由于融资约束替代变量、研究样本的差异，存在融资约束与企业投资-现金流敏感性之间正相关或负相关两种结论。于是，部分学者开始将不确定性与融资约束结合起来，来解释企业的投资行为。国内对于不确定性与企业投资之间关系的研究文献较为零散，而对于融资约束与企业投资-现金流敏感性之间关系的研究大多停留在简单的检验上。将融资约束与不确定性结合起来研究的文章较为少见。本文的研究将以金融危机为背景，结合中国的国情，借鉴国内外的理论和研究方法，对金融危机下不确定性、融资约束与企业投资的关系，及二者对企业投资的影响进行系统研究，充实了国内关于

不确定性、融资约束下投资理论的研究。

从现实角度看,对金融危机下不确定性、融资约束与企业投资关系的实证研究,通过不确定性对企业投资的作用在经济刺激计划实施前后的比较,可以从一个侧面反映出经济刺激计划是否如媒体所报道的引领中国经济企稳回升。如果经济刺激计划起作用了,那么可能在一定程度上提振企业家的信心,从而使得不确定性对企业投资的负向作用减弱,甚至有可能促进企业投资。而通过对比融资约束下企业投资-现金流敏感系数在货币政策调整前后的变化,及这种变化幅度在大小规模企业之间的差异,可以从另一个侧反应出货币政策的适度宽松是否为企业营造了宽松的融资环境,是否存在媒体所报道的“大富小贫”现象。如果货币政策变化后,企业的投资-现金流敏感性系数下降了,说明企业的投资对于内部现金流的依赖减轻了,外部融资约束较之前下降了;如果企业投资-现金流敏感性系数在大型企业的下降幅度更为明显,说明存在“大富小贫”现象。通过实证研究,对上述现象的解释,可以为国家宏观调控以及政策的制定提供参考,从而更好的带领中国经济走向复苏,摆脱金融危机的影响。

1.2 概念范畴

1.2.1 不确定性

关于不确定性的内涵,奈特在其著作《风险、不确定性和利润》中作出如下定义“在任何一瞬间个人能够创造的那些可被意识到的可能状态之数量。”奈特认为,不确定性的产生有四个来源:一是人们是根据现在的情况推断未来,但对眼前情况的认识却不一定正确;二是如果对人们的作为不加干预,情况会怎样,预料也不一定正确;三是人们对干预究竟会引起一些什么样的变化亦未必真正了解;四是人们在从事各种活动时,其结果未必完全与所希望的相符合。^[6]奈特从宏观角度对不确定性作了详细的阐述,而本文所指的不确定性主要是指公司所处外部环境的不确定性。

1.2.2 融资约束

融资约束是指公司内外部融资成本存在差异时,公司外部融资所受到的约束。在完善的资本市场及没有税收的假设前提下,企业的外部融资与内部融资之

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库